

# 長期投資家の立場から考える企業の事業ポートフォリオ戦略について

2021年7月26日 農林中金バリューインベストメンツ株式会社

# 目次

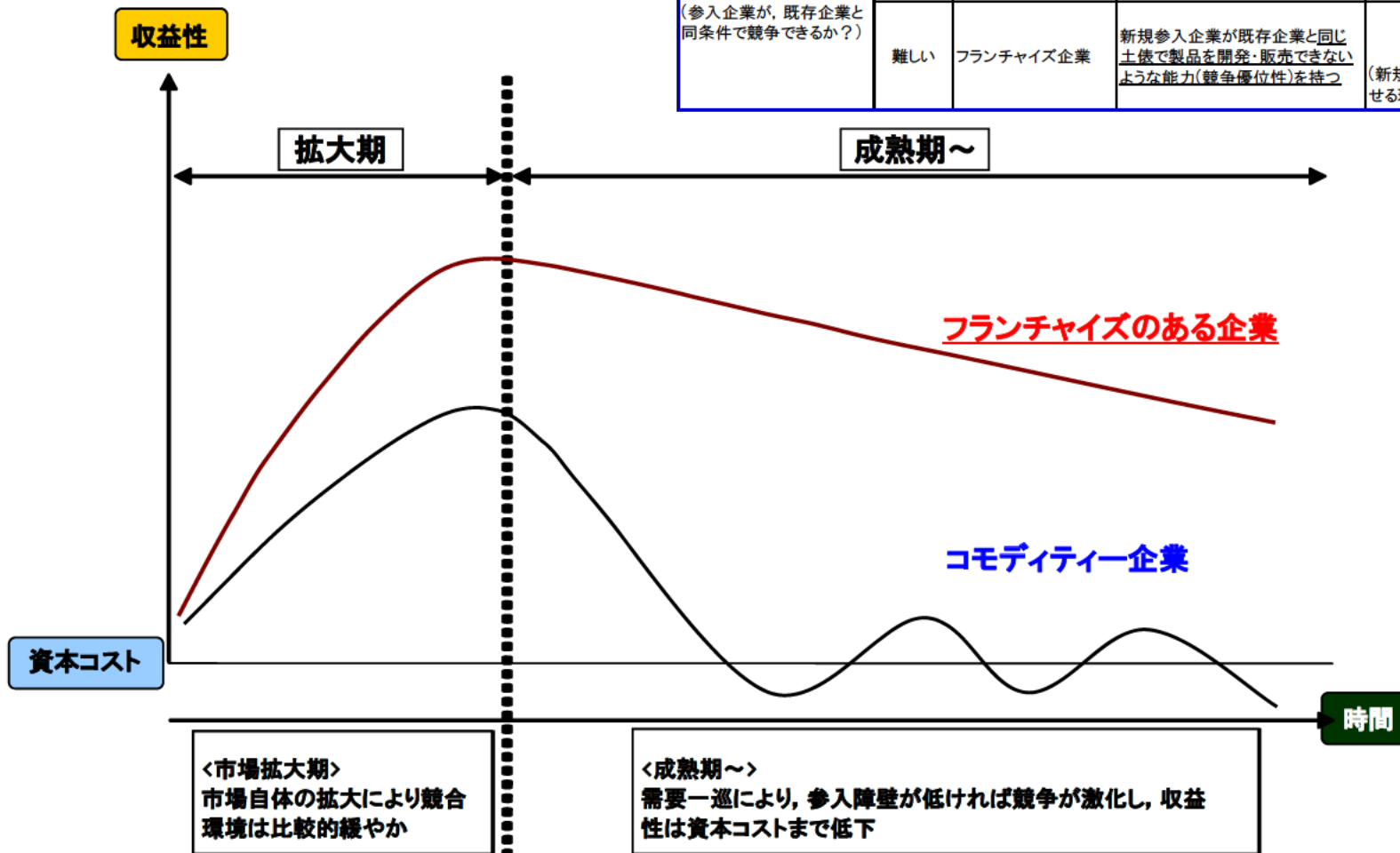
---

- I 持続的な企業価値増大について
- II 「相対的な競争優位性」を主軸に据えた事業ポートフォリオ運営の考察
- III 事業別資本コストに基づくEVA評価

# I 持続的な企業価値増大について

# 持続的な価値増大の基本的な考え方

参入障壁	タイプ	説明	競争	収益性	社数
新規参入が容易か (参入企業が、既存企業と同条件で競争できるか?)	容易	コモディティー企業 新規参入企業が既存企業と同じ土俵で製品を開発・販売できる限り、製品は実質的に均一で、差別化できない。	厳しい (新規参入を踏みとどめさせる理由がない)	競争で悪化 (最終的に資本コストを下回るまで低下)	大多数
	難しい	フランチャイズ企業 新規参入企業が既存企業と同じ土俵で製品を開発・販売できないような能力(競争優位性)を持つ	緩やか (新規参入を踏みとどめさせる理由がある)	高い水準維持 (競争による収益性の低下が抑制)	僅少



## 資本配賦の重要性

### どの事業に資源を配分するのか WHAT

#### 資本配分=Capital Allocation

- 事業の経済性を見極めて選択する
  - 付加価値
  - 競争優位性
  - 長期的潮流
- 最適な配分方法を選択する
  - 設備投資
  - 研究開発投資
  - 事業買収(M&A)
  - 少数株主投資
  - 事業提携

### 事業を適切に運営する HOW

#### 事業運営=Business Management

- 競争戦略
  - 商品戦略/価格戦略
  - 製造戦略
  - 販売戦略
  - 人事戦略
- 効率的に運営する
  - コスト管理

## 企業家と長期投資家の共通点と相違点

		事業経営における キャピタルアロケーション	長期投資 (キャピタルアロケーション)
共通点		事業の経済性（付加価値、競争優位性、長期的潮流）を見極める。	
相違点	メリット	選択した事業の経済性にアクティブに働きかけることが可能。たとえば競合そのものを変えるようなM&Aも可能。	業種、地域等においてあらゆる投資機会をとらえることが可能。上場株式投資であれば、流動性がある。
	デメリット	事業選択領域が既存事業の周辺に限定される。	あくまでパッシブに選択するのみであり、事業そのものに対する働きかけはできない。

# 持続的な企業価値増大の因数分解

**付加価値**



**問題発見**

顧客・社会の問題を定義する力



**競争優位性**



**排他的解決**

参入障壁を構築する力



**長期的潮流**



**不可逆的な必然性**

論理的な持続性

## 付加価値の源泉

産業バリューチェーンにおける優越的なポジショニング

新たに顧客の課題を見つける力

## 参入障壁の類型

需要サイド	×	供給サイド
スイッチングコスト		規模の経済
陳腐化しない需要		情報優位
ニッチな需要		生産技術
ネットワーク効果		供給制約
		周期性

## 長期的潮流

人口動態

健康志向

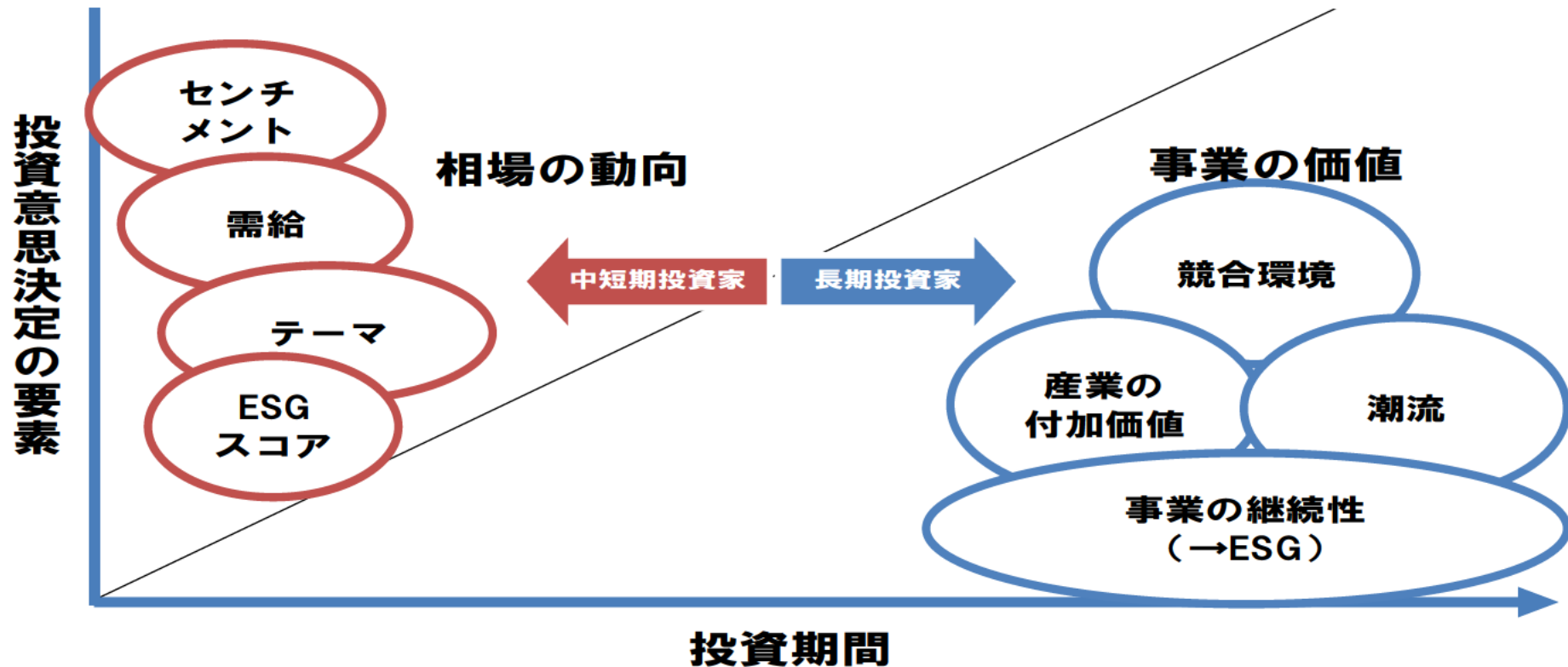
都市化

国家財政悪化

水平分業化

# 持続的な企業価値増大（ESGの考え方）

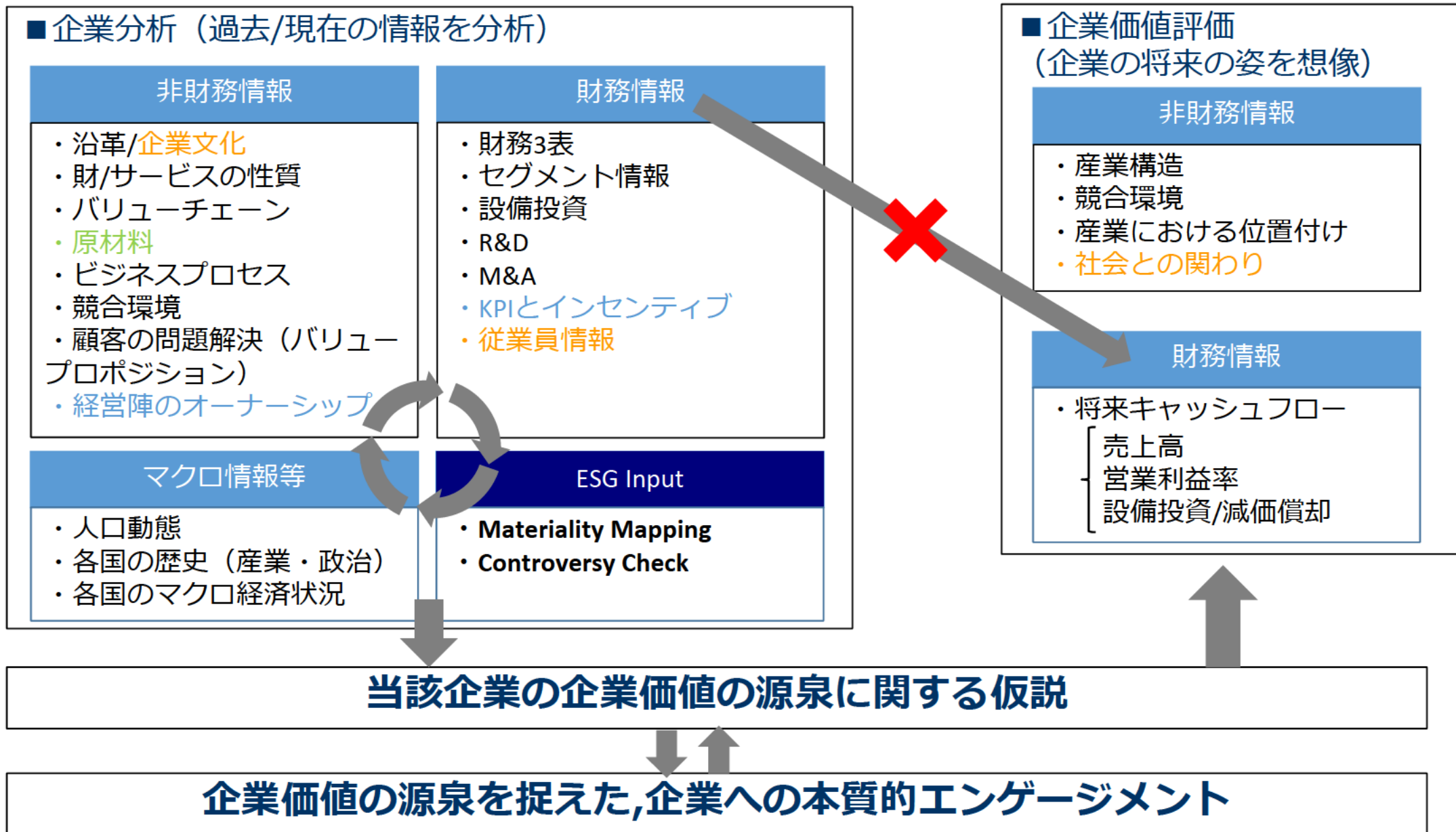
## 投資家の意思決定におけるESG



長期投資を行う以上、事業の継続性は大前提であり、社会の健全な発展と方向性を異にするような企業は投資対象とはなりえない。長期投資家にとってESGとは、単純に数値化して評価するものではなく、当然に投資決定の本質的な要素の一つとして、重層的な産業・企業分析の中で確認していくべきものである。



# 持続的な企業価値増大（ESG評価の枠組み①）



# 持続的な企業価値増大（ESG評価の枠組み②）

## ■外部情報のInput

### Materiality Mapping

⇒企業/産業ごとに重要性の高いESG項目を特定

E	S	G
地球温暖化	健康と安全	コーポレートガバナンス
自然資源	ダイバーシティ	公正競争
環境汚染	労働環境	情報開示
⋮	⋮	⋮

### Controversy Check

⇒報道等からネガティブ情報をスクリーニング

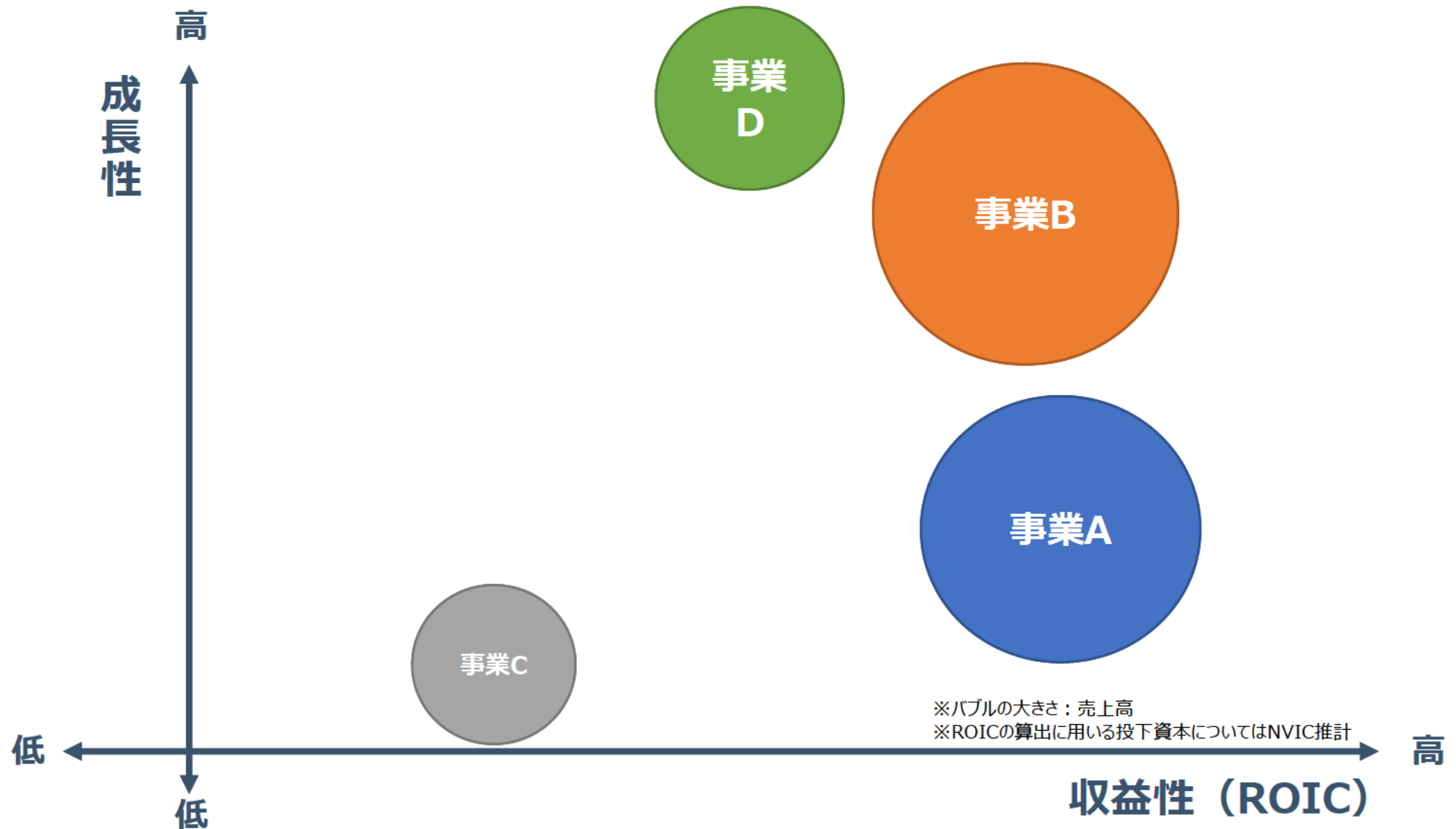
## ■NVICとしての評価

当該企業の  
長期的な企業価値に影響を及ぼすか？

■企業とのエンゲージメント

## II 「相対的な競争優位性」を主軸に据えた事業ポートフォリオ運営の考察

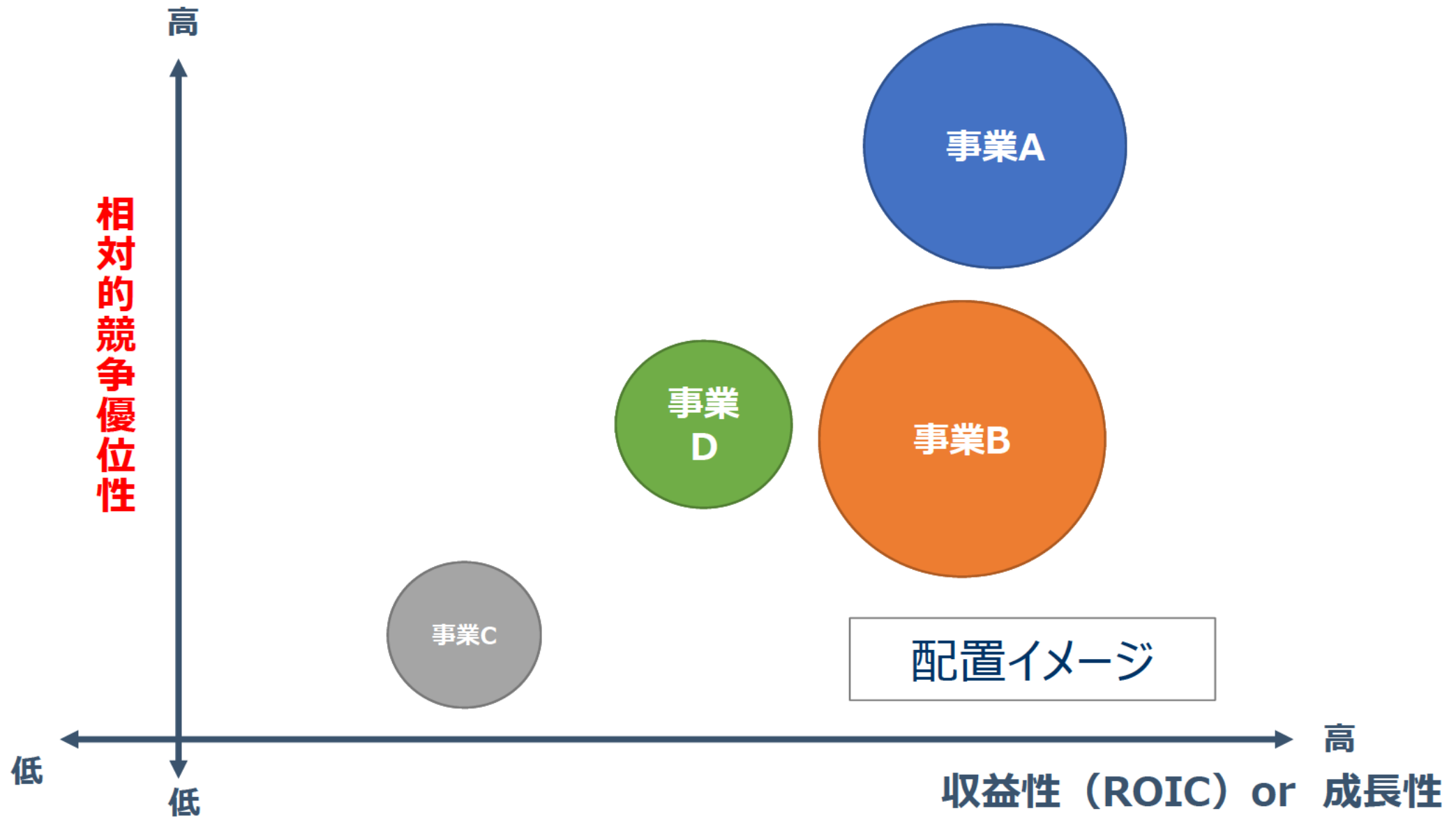
# 「成長性」と「収益性」を用いた事業マッピング



<論点>

- 現実には、市場成長ほどに自社の売上が成長するとは限らない（業界並みの収益性確保が叶うとも限らない）  
 ⇒対象事業の将来的な価値向上可能性を評価するには、別軸による評価も加える必要ありとの認識

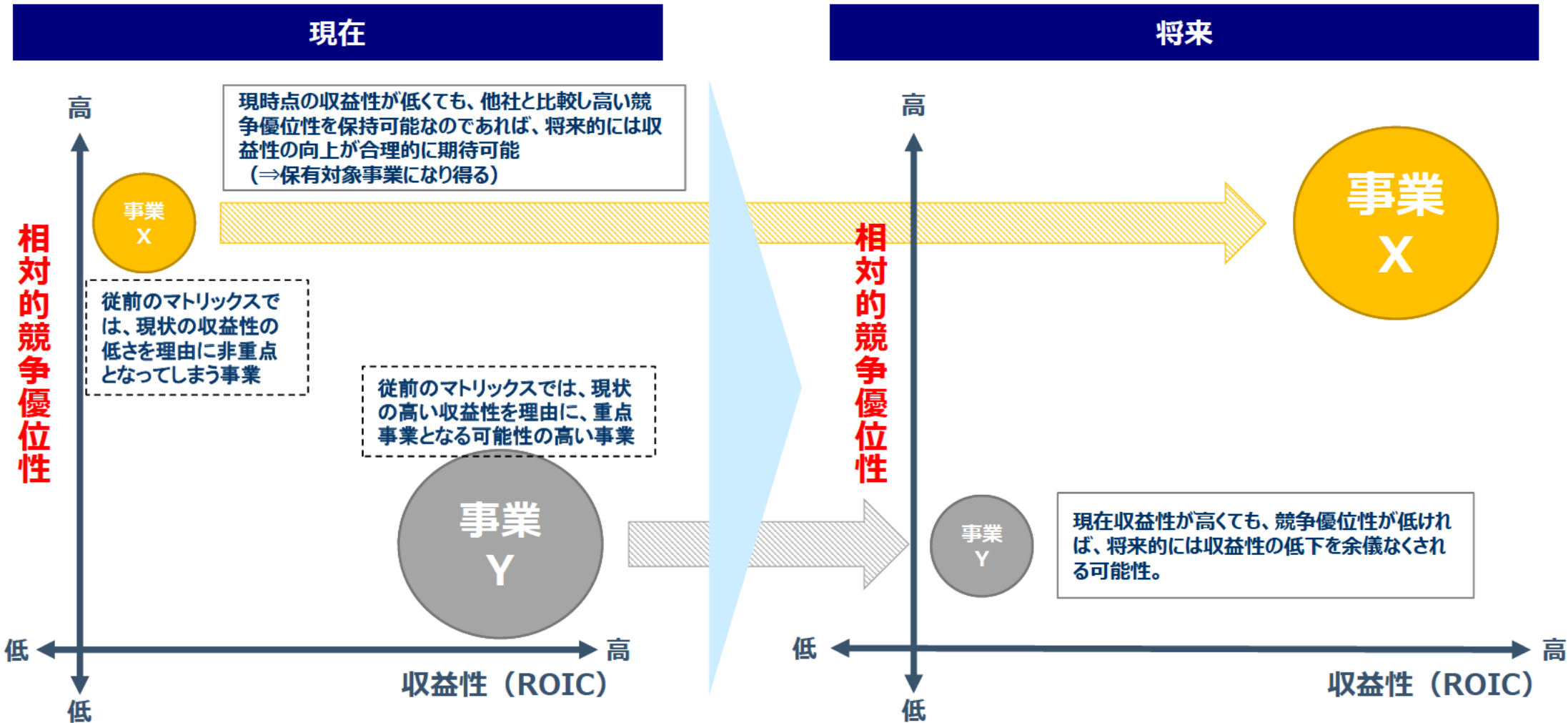
# 「相対的競争優位」を主軸に据えた事業マッピング



将来事業価値の根源的ファクターを成す「競争優位性」を評価軸に加えることで、「成長性」・「収益性」による評価を有機的に補完することが可能（理由は次ページ）

# 「相対的競争優位性」を主軸に据えた動的 (現在⇒将来) 事業マッピング

実際の対話で用いた資料抜粋 2-3



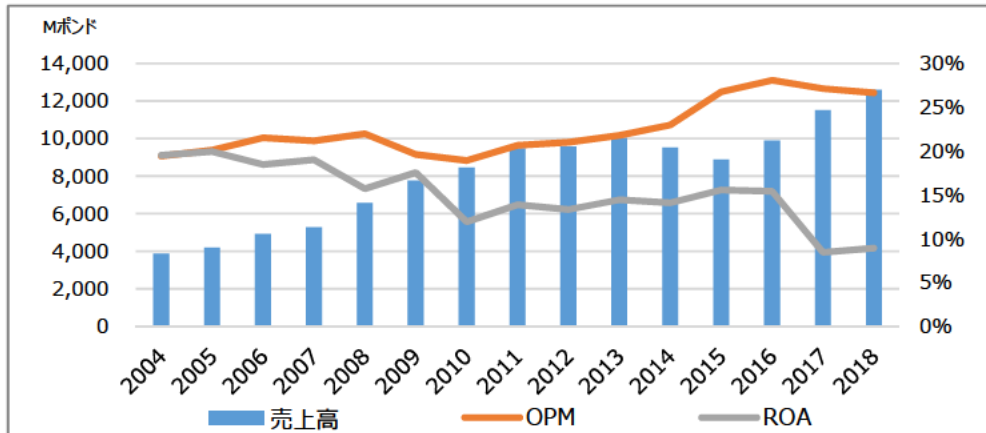
- 市場が拡大すれば自ずと売上高や収益性が改善するといった保証は無く、競争優位を持つ市場で戦うことが事業運営上重要

# 「相対的競争優位性」を軸に戦略を練るグローバル企業の事例

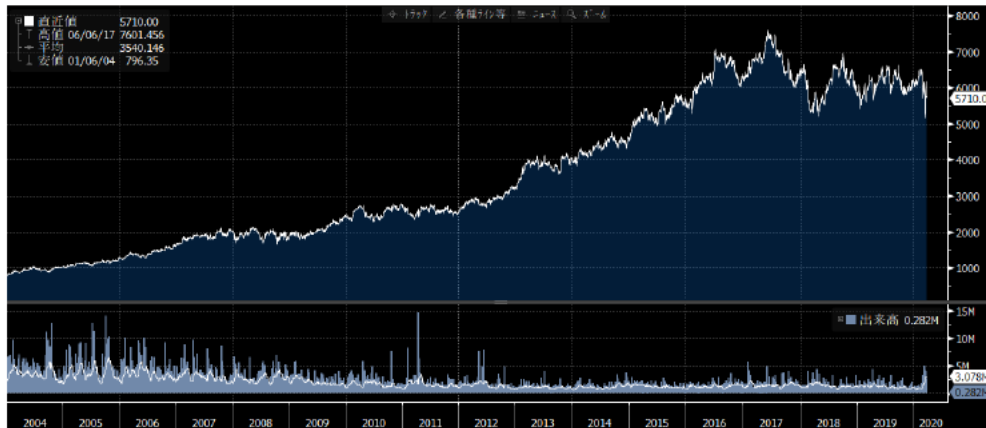
実際の対話で用いた資料抜粋 2-4

## レイトハンキナー・グループ (英国)

### <業績推移>

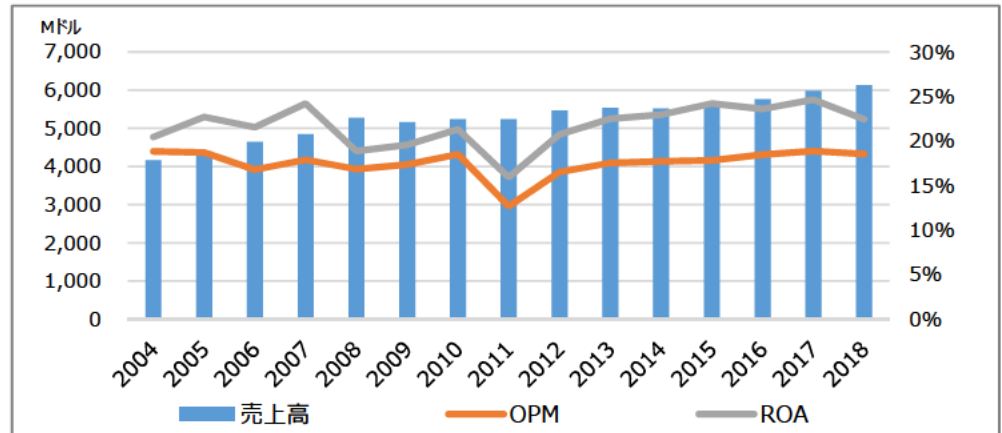


### <株価推移>



- 売上高 £ 12.6B、OPM26.7%、時価総額 £ 40.5B
- P&G等のメガブランドとは異なり、単なる日用品ではなく、自社の競争優位性の活きる薬と日用品の中間的な商品カテゴリーに特化し競争の軸をずらすことで、高収益を享受しているグローバル日用品企業

## クロックス (米国)

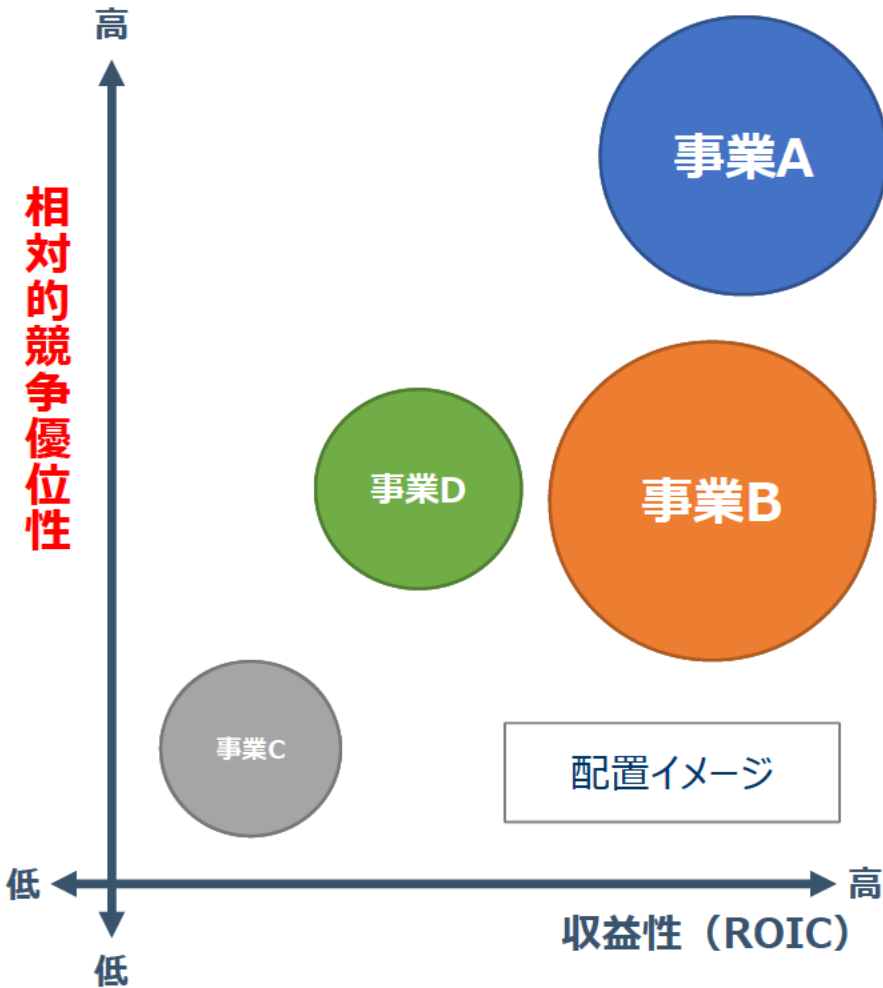


- 売上高 \$ 6.1B、OPM18.5%、時価総額 \$ 20.7B
- 取扱商品 (漂白剤、ゴミ袋等) と進出地域 (中国でなくアルゼンチン等を選択) の両面で、勝てる市場のみで戦うことを事業戦略とすることで高収益を享受している米国日用品企業

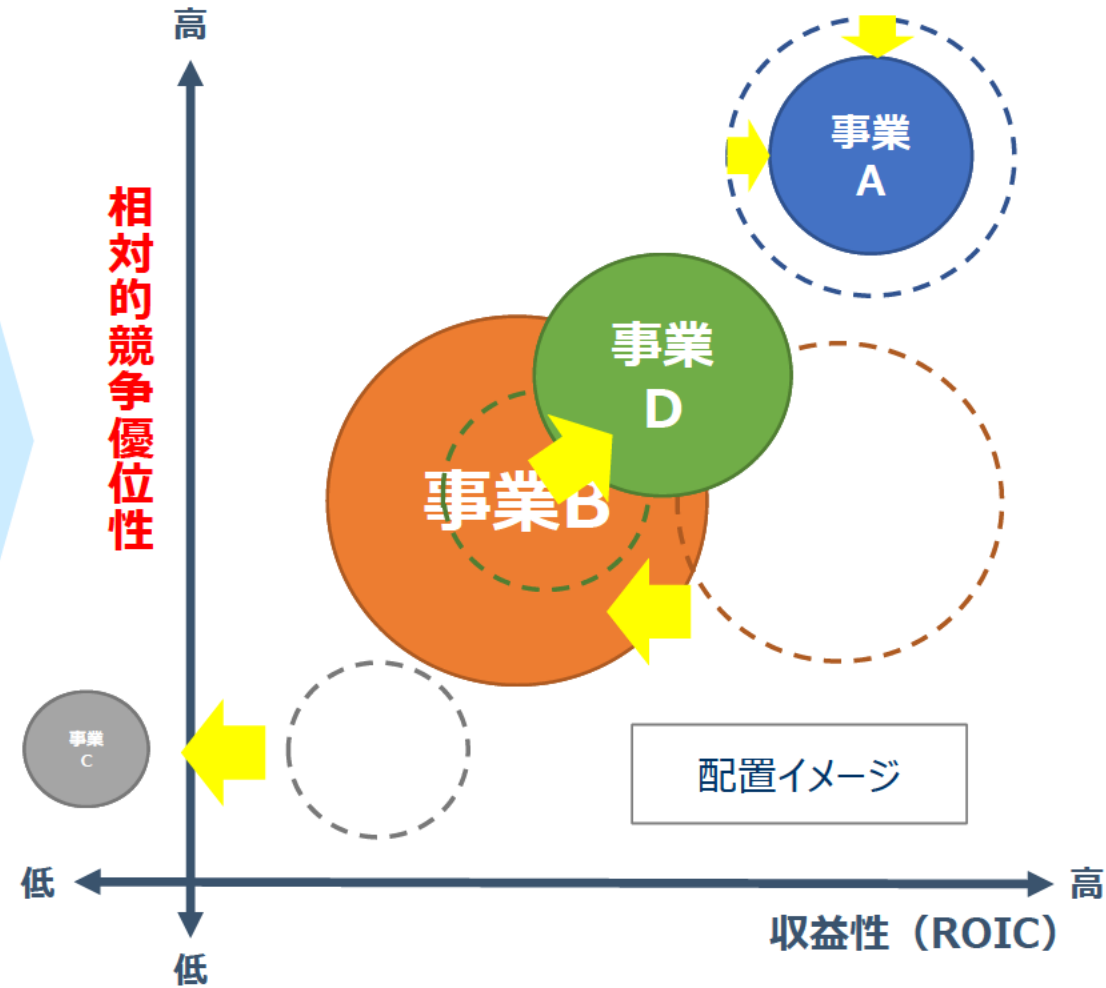
# 「相対的競争優位」を主軸に据えた事業マッピング（貴社ケースイメージ）

実際の対話で用いた資料抜粋 2-5

現在

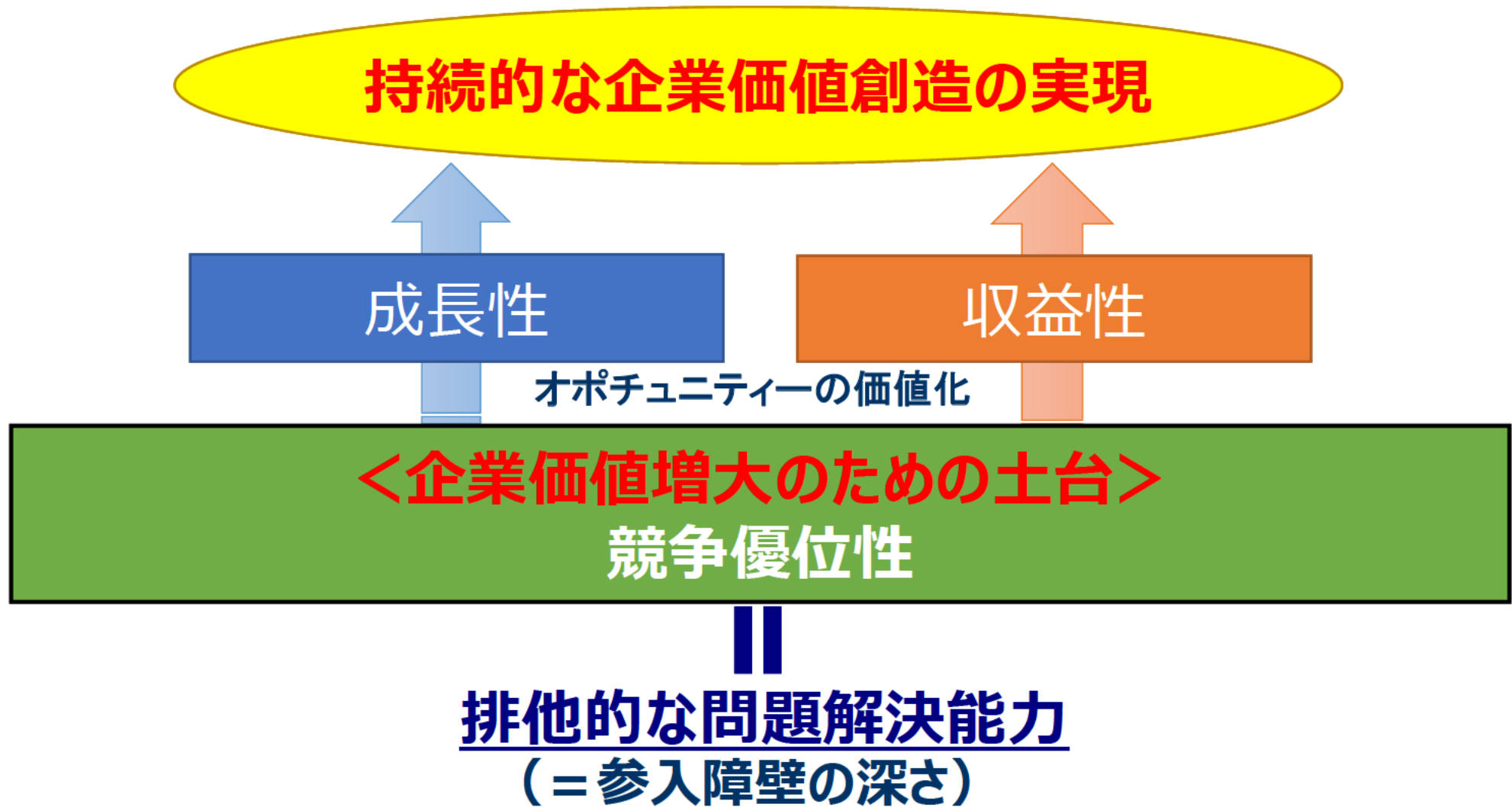


将来





# 3つ目のファクター（「競争優位性」）の重要性



- 事業が高い成長性や収益性を価値として享受するには、その土台となる競争優位性を高い水準で持続的に保持することが不可欠
- 競争優位性とは顧客・社会の問題を排他的に解決する能力のこと、すなわち参入障壁の高さであり、複数の類型が存在

### III 事業別資本コストに基づくEVA評価

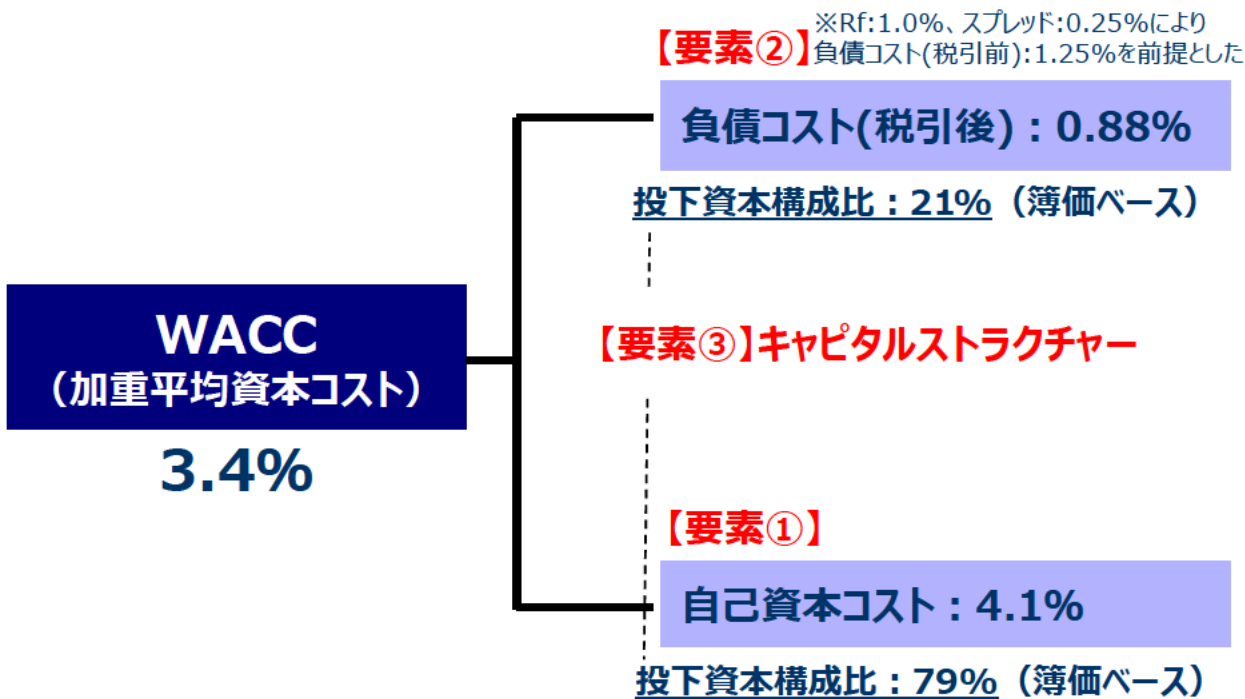
## 2 資本コスト (WACC) について (1) 資本コストの要素とその基本的な考え方

資本コスト (WACC) の構成要素は次の3点。

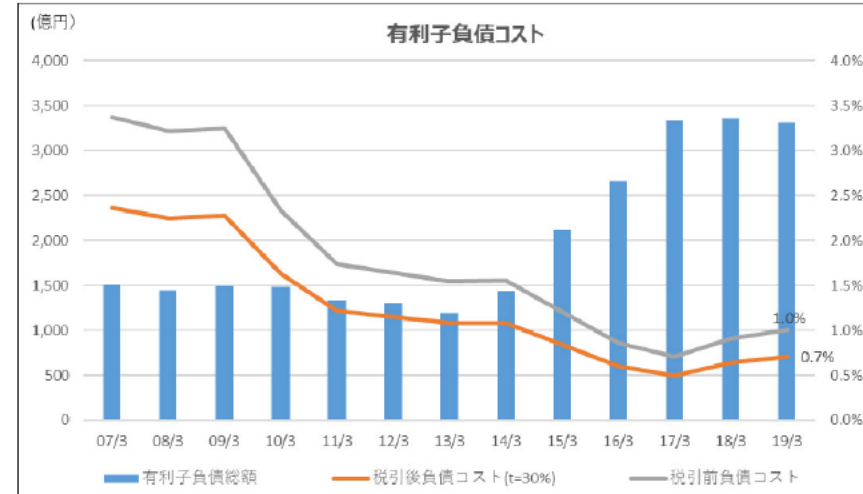
	内容	推定方法	補足説明
調達手段別の資本コストの推定	<p><b>【要素①】株主資本コスト</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・投資家が同等のリスクをもつ他の投資機会に投資した場合に得られると期待しているリターン(=機会費用)</li> <li>・ただし、この値は測定することができない。</li> </ul> <p>→リスクを期待収益に変換する資産評価モデルを用いて推定する。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・最も一般的な資産評価モデルはCAPM。</li> </ul> <p><b>&lt;CAPMによる推定の考え方&gt;</b></p> <p>○ 個社株式の期待収益率</p> <p><b>= Rf + β × エクイティリスクプレミアム</b></p>	<p><b>○ Rf (リスクフリーレート)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・債務不履行リスクの無国債の最終利回りを用いるケースが多い(10年国債利回り)</li> </ul> <p><b>○ β (ベータ)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・個社株価と株式市場との連動性を示した指標で、直接算出できないため、<u>回帰分析により推定</u>する。</li> </ul> <p><b>○ エクイティリスクプレミアム (=株式市場期待収益率 - Rf)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・アカデミックには6%前後の値を用いるケースが多いが、<u>今回は5%を使用</u>。</li> </ul>
	<p><b>【要素②】有利子負債コスト(税引き後)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・対象企業が抱える有利子負債の平均調達レート</li> </ul>	<p>以下を参考に推定されるケースが多い</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 長期債券の最終利回りによる推計</li> <li>○ 格付け情報に基づく推計</li> <li>○ B/S、P/L上の支払利息と有利子負債の期中残高による推計</li> </ul>	<p><b>○ 有利子負債コストは税引き後ベース</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・負債で調達を行うことによる支払利息は、税法上、損金算入されるため、支払利息に税率を掛けただけ税金を支払わずに済む。</li> </ul> <p>→有利子負債コストの推定を行う場合は、この「<u>負債の節税効果</u>」を考慮する必要がある。</p>
<p><b>【要素③】目標とするキャピタル・ストラクチャーの推定(有利子負債・資本構成)</b></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中長期的な資金調達構造(有利子負債と株主資本の割合)についての推定。</li> <li>・本割合に基づき、全体の所要資本コスト額(WACC)が算定される。</li> </ul>	<p>以下を参考に推定されるケースが多い。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ 類似企業の資本構成の分析</li> <li>○ 長期的目標資本構成の推定</li> </ul> <p><b>最終的には対象事業の性質(キャッシュフロー総出力の安定性)を踏まえ決定されるケースが多い(事業の性質により借入能力が規定されるため)。</b></p>	<p><b>○ 将来の目標ストラクチャーを用いる</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・<u>今現時点のものではなく将来の目標キャピタルストラクチャーを念頭に置く</u>点がポイント。</li> <li>・ストラクチャーは、<u>理論的には時価ベースが正しいが、目的に応じて簿価ベースとする場合もある</u>。</li> <li>・なお、キャピタルストラクチャーが既に安定した成熟企業に対しては現在のキャピタルストラクチャーが用いられるケースが多い。</li> </ul>

## 2 資本コスト (WACC) について (2) 貴社 (全社ベース) に適用した場合の事例

- ▶ 資本コストの3要素 (株主資本コスト、有利子負債コスト、キャピタルストラクチャー) について、以下の通り推定した結果、全社の加重平均資本コストは3.4%と算定される。



「負債コスト率」= 支払利息 × (1 - 税率30%) ÷ 有利子負債



「自己資本コスト率」= Rf + β × エクイティリスクプレミアム

- ORf (リスクフリーレート) : 1.0% (定常値として仮置き)
- Oβ (修正ベータ) : 0.6 (下図表より)
- Oエクイティ・リスクプレミアム : 5% (仮置き)

βの詳細データを示した部分  
⇒情報保護のため割愛

### 3 セグメント別の資本コスト算定の考え方（1）基本的考え方と今回方法論

#### セグメント別の資本コスト算定イメージ

		有利子負債コスト 【要素②】	自己資本コスト 【要素①】	キャピタル・ストラクチャー【要素③】		資本コスト
				<投下資本額>	<キャピタルストラクチャー>	
セグメント	事業A	負債コスト A%	自己資本コスト B%	投下資本F	負債 自己資本	
	事業B		同上C%	同上G	負債 自己資本	
	事業C		同上 D%	同上H	負債 自己資本	
	事業D		同上 E%	同上I	負債 自己資本	
検討	弊社の基本的考え方	・全社一律の有利子負債コストを想定 (親会社を借入主体として想定)	・事業別にβを想定 →事業別にシステマティック・リスク (β) が異なるため。 ・イクイティ・リスク・プレミアムは共通。	・事業別に想定	・事業別に想定 →事業別に異なる借入能力を有するため	
	課題	—	・事業別のβ算出が困難 (事業別の株価が存在しないため)	・事業別の投下資本額算定に必要な情報は非公開	・そもそも計測できるものではないため、独自に検討が必要。	
	今回採用	同上	・個々の事業内容に対応した類似業界β (* ) を使用	・事業別の資産構成比 (平準化) を基に、仮置き	・個々の事業の性質 (CFの安定性) に関する定性評価を基に、仮置き	

(\* ) 業界D/Eレシオを用いた業界βのアンレバード化と、対象セグメントの想定D/Eレシオを基にした当該βの再レバード化は行わず。

# Disclaimer

---

- 本資料に記載の内容は、企業分析手法の一般的な例示であり、題材として取り上げた企業は弊社が投資運用、助言を行うポートフォリオに現在含まれているとは限らず、ポートフォリオに現在含まれている場合であっても、弊社の現時点における企業分析内容と一致するとは限りません。
- 本資料は、企業分析手法に関する一般的な情報提供を目的としたものであり、投資助言を提供し、あるいは個別企業の発行する有価証券その他の金融商品の売買または投資一任契約の締結を推奨または勧誘するものではありません。
- 弊社は本資料を提供することによりその受け手に対して信認義務を含むいかなる義務を負うことにならず、その受け手その他の第三者に対してその内容に起因又は関連して生じる損失及び損害について責任を負いません。
- 本資料中で使用しているすべての情報は弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
- 過去の成果は将来における利益を保証するものではありません。
- 本資料に記載された過去のデータは、将来の結果を示唆あるいは保証するものではありません。本資料に記載された市況や見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来の動向や結果を示唆あるいは保証するものではありません。また、将来予告なしに変更する場合があります。
- 本資料は、著作権法が許容する「私的使用」（第30条）、「引用」（第32条）等の範囲内で使用する以外においては、弊社に無断で複製及び転載することはできません。